

迎驾贡酒(603198.SH)

产品结构升级，盈利能力优化

推荐 (维持)

股价:65.75元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.yingjia.cn
大股东/持股	安徽迎驾集团股份有限公司/72.22%
实际控制人	倪永培
总股本(百万股)	800
流通A股(百万股)	800
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	526
流通A股市值(亿元)	526
每股净资产(元)	11.56
资产负债率(%)	24.3

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】迎驾贡酒(603198.SH)*首次覆盖报告*洞藏起势，结构向上*推荐20240228

证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



事项:

迎驾贡酒发布2023年年报与2024年1季报，2023年实现营业收入67亿元，同比增长22%，归母净利23亿元，同比增长34%。1Q24公司实现营业收入23亿元，同比增长21%，归母净利9.1亿元，同比增长30%。2023年公司拟每股派发现金股利1.3元（含税），合计派发现金股利10.4亿元。

平安观点:

- 洞藏系列放量，产品量价齐升。**得益于洞藏系列的起势，2023年公司营业收入同比增长22%，量/价贡献分别为+16%/+6%，产品结构持续上移。具体来看，2023年中高档酒收入50.2亿元，同比增长28%，其中量/价分别+21%/+6%；普通酒收入13.8亿元，同比增长9%，其中量/价分别+12%/+3%。1Q24公司中高档酒收入18.8亿元，同比增长24%，普通酒收入3.6亿元，同比增长12%，中高档酒收入占比达80.9%，同比+1.9pct。
- 省内快速起势，省外较发展平稳。**分区域看，2023年公司省内/省外收入分别为45.2/18.8亿元，同比分别+32%/+7%；1Q24省内/省外收入分别为17.7/4.7亿元，同比分别+30%/+1%，以省内拉动为主。分渠道看，2023年经销/直销（含团购）收入分别为60.7/3.3亿元，同比分别+24%/+8%；1Q24公司经销/直销（含团购）收入分别为20.6/1.8亿元，同比分别+23%/+18%。截至1Q24，公司合同负债为5.1亿元，同比/环比分别+0.1/-2.2亿元。
- 毛利率同比持续提升，盈利能力改善。**得益于收入结构优化，公司毛利率同比持续改善，2023年达71.4%，同比+3.3pct；1Q24毛利率75.1%，同比3.9pct。2023年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为8.7%/3.1%/1.2%/-0.1%，同比分别-0.5/-0.4/+0.04/-0.1pct；1Q24公司销售/管理/研发/财务费用率分别为6.7%/2.3%/0.8%/-0.3%，同比分别+0.3/-0.3/-0.2/-0.2pct，费用率整体平稳。受益于毛利率的改善，2023年

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,505	6,720	8,221	10,001	11,928
YOY(%)	20.3	22.1	22.3	21.6	19.3
净利润(百万元)	1,705	2,288	2,912	3,658	4,488
YOY(%)	23.4	34.2	27.3	25.6	22.7
毛利率(%)	68.0	71.4	73.6	75.3	76.8
净利率(%)	31.0	34.0	35.4	36.6	37.6
ROE(%)	24.6	27.4	28.4	29.0	28.8
EPS(摊薄/元)	2.13	2.86	3.64	4.57	5.61
P/E(倍)	30.8	23.0	18.1	14.4	11.7
P/B(倍)	7.6	6.3	5.1	4.2	3.4

公司归母净利率达34.0%，同比+3.1pct；1Q24归母净利率同比改善2.7pct至39.3%。

- **产品起势+渠道深耕，维持“推荐”评级。**产品端，公司聚焦洞藏系列，消费氛围形成，自点率持续提升，动销势头良好；渠道端，公司扁平化下沉渠道，巩固安徽，拓展周边市场。考虑洞藏产品持续起势，我们小幅上调24-25年归母净利预测至29.12/36.58亿元（原值：29.10/36.48亿元），并预计2026年归母净利44.88亿元。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1）宏观经济波动影响：白酒受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；2）消费复苏不及预期：宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响白酒板块复苏。3）行业竞争加剧风险：竞争格局恶化会一定程度扰乱影响白酒行业定价，对行业造成不良影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9022	11823	15097	18932
现金	2239	4166	6514	9408
应收票据及应收账款	44	99	120	144
其他应收款	11	20	24	29
预付账款	12	12	15	18
存货	4451	5033	5732	6427
其他流动资产	2265	2494	2692	2906
非流动资产	2667	2400	2125	1851
长期投资	22	21	20	20
固定资产	1769	1621	1466	1302
无形资产	244	203	163	122
其他非流动资产	632	554	477	407
资产总计	11689	14223	17223	20783
流动负债	3146	3775	4377	4996
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	805	1025	1167	1309
其他流动负债	2341	2750	3210	3687
非流动负债	165	159	153	147
长期借款	25	19	14	8
其他非流动负债	139	139	139	139
负债合计	3311	3933	4530	5143
少数股东权益	41	48	57	68
股本	800	800	800	800
资本公积	1261	1261	1261	1261
留存收益	6275	8180	10574	13510
归属母公司股东权益	8337	10242	12635	15572
负债和股东权益	11689	14223	17223	20783

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2197	2877	3549	4373
净利润	2293	2919	3667	4499
折旧摊销	220	266	274	274
财务费用	-8	-10	-18	-27
投资损失	-74	-74	-74	-74
营运资金变动	-204	-246	-323	-322
其他经营现金流	-29	22	22	22
投资活动现金流	-247	52	52	52
资本支出	566	0	-0	0
长期投资	249	0	0	0
其他投资现金流	-1062	52	52	52
筹资活动现金流	-857	-1002	-1253	-1530
短期借款	0	0	0	0
长期借款	25	-6	-6	-6
其他筹资现金流	-882	-996	-1247	-1524
现金净增加额	1094	1926	2348	2895

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6720	8221	10001	11928
营业成本	1924	2169	2470	2770
税金及附加	1035	1266	1540	1837
营业费用	581	711	865	1032
管理费用	209	255	311	371
研发费用	77	95	115	137
财务费用	-8	-10	-18	-27
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
信用减值损失	1	0	0	0
其他收益	37	34	34	34
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	74	74	74	74
资产处置收益	-2	0	0	0
营业利润	3014	3843	4825	5917
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	19	18	18	18
利润总额	2999	3830	4812	5904
所得税	706	911	1145	1405
净利润	2293	2919	3667	4499
少数股东损益	5	7	9	11
归属母公司净利润	2288	2912	3658	4488
EBITDA	3210	4086	5068	6150
EPS (元)	2.86	3.64	4.57	5.61

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	22.1	22.3	21.6	19.3
营业利润(%)	32.2	27.5	25.6	22.6
归属于母公司净利润(%)	34.2	27.3	25.6	22.7
获利能力				
毛利率(%)	71.4	73.6	75.3	76.8
净利率(%)	34.0	35.4	36.6	37.6
ROE(%)	27.4	28.4	29.0	28.8
ROIC(%)	56.0	56.4	69.0	81.1
偿债能力				
资产负债率(%)	28.3	27.7	26.3	24.7
净负债比率(%)	-26.4	-40.3	-51.2	-60.1
流动比率	2.9	3.1	3.4	3.8
速动比率	1.2	1.6	1.9	2.2
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	154.2	83.0	83.0	83.0
应付账款周转率	3.46	2.90	2.90	2.90
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.86	3.64	4.57	5.61
每股经营现金流(最新摊薄)	2.75	3.60	4.44	5.47
每股净资产(最新摊薄)	10.42	12.80	15.79	19.46
估值比率				
P/E	23.0	18.1	14.4	11.7
P/B	6.3	5.1	4.2	3.4
EV/EBITDA	16	12	9	7

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层